



**HAL**  
open science

## Le capitalisme est mort, vive le capitalisme!

Alfred Galichon, Philippe Tibi

► **To cite this version:**

Alfred Galichon, Philippe Tibi. Le capitalisme est mort, vive le capitalisme!. Les Temps Modernes, 2009, 655, pp.129 - 144. hal-03460022

**HAL Id: hal-03460022**

**<https://sciencespo.hal.science/hal-03460022>**

Submitted on 1 Dec 2021

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# Les Temps Modernes

FONDATEURS

*Jean-Paul Sartre, Simone de Beauvoir*

DIRECTEUR

*Claude Lanzmann*

64<sup>e</sup> ANNÉE SEPTEMBRE-OCTOBRE 2009 N° 655

CLAUDE LANZMANN *Pour Francis Jeanson*



HÉLÈNE MARÉCHAL *Lettre persane*



FRANÇOIS REGNAULT *Hypocrite lecteur. Sur Les Bienveillantes,  
de Jonathan Littell*

JEAN-PIERRE MARTIN *La littérature nous dirait-elle quelque chose plutôt que rien ?*

CLAUDE KLEIN *L'invention de Shlomo Sand*

## CLÉS POUR LA CRISE

FRANÇOIS RACHLINE *Pouvoir et marché*

JOACHIM LÉBOVITS *Nothing personal, just business*

ROBERT ZARADER *Treize « banalités de base » autour de la crise réelle  
d'une économie irréaliste*

ALFRED GALICHON, PHILIPPE TIBI *Le capitalisme est mort, vive le capitalisme*

PHILIPPE MOATI *Cette crise est aussi celle de la consommation*

CAROLINE PAUTHE-LEDUC *Haut les mains !*

MICHEL HENOCHSBERG *Vers la fin du rêve de l'économie*

## CHRONIQUE

MICHELINE B. SERVIN *63<sup>e</sup> Festival d'Avignon : de l'usage de la guerre*



*Alfred Galichon, Philippe Tibi*

## LE CAPITALISME EST MORT, VIVE LE CAPITALISME

La crise, apparue lors de l'été 2007, n'est pas une crise de la finance ou celle du capitalisme financier (qu'est-ce d'ailleurs qu'un capitalisme non financier?). Elle est simplement une crise du capitalisme. Comment qualifier autrement un processus qui a combiné faillite de grandes institutions financières, inaptitude des marchés à donner une valeur à des actifs réputés ultra-sécurisés, menaces sur le système financier international, ralentissement brutal des commandes industrielles, incapacité des agents économiques à anticiper l'avenir immédiat? Pendant plusieurs mois, le monde a cru devoir se préparer à l'arrêt de la course du temps, à la liquidation des actifs en vue de rembourser séance tenante les passifs. La confiance dans l'avenir est l'essence même du capitalisme et pendant une longue période, dont nous ne sommes d'ailleurs pas totalement sortis, les banques, icônes du capitalisme, n'ont traité entre elles que sous la protection de leurs gouvernements.

Les récessions et les éclatements de bulles ne sont pas des crises du capitalisme. Il s'agit de phénomènes récurrents et parfois prévisibles. Les bulles répondent en effet à des croyances en des technologies et des temps nouveaux (*this time it's different*), comme le commerce avec les mers du Sud, le chemin de fer, l'électrification, Internet, etc. Aussi désagréables furent-elles, les explosions des bulles précédentes n'ont pas suscité des remises en cause d'un modèle sans rival depuis la fin des années 80 et dont les réalisations positives l'emportaient largement sur des échecs rapidement surmontés. Les Etats et les banquiers centraux coopéraient dans la mise en œuvre de politiques budgétaires et monétaires visant à rétablir

les grands équilibres et le monde retrouvait le chemin d'une croissance qui, grâce aux progrès concomitants de la mondialisation, bénéficiait d'abord aux grands pays émergents<sup>1</sup>, juste retour des choses.

La crise actuelle appartient à un ordre différent : selon l'opinion dominante, les élites ont failli. Elles ont construit, à leur avantage, un système porteur d'instabilité et de destructions violentes, à l'échelle du monde. Il est maintenant question de « refondation », de refus d'un retour au *modus operandi* et aux valeurs prévalant jusqu'alors. Les Etats ont sauvé le monde en garantissant de façon crédible un système financier défaillant, en accordant leur protection à des secteurs industriels « stratégiques » et en annonçant des programmes d'investissements gigantesques, au prix d'un endettement sans précédent depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale. Pour inverser la célèbre citation de Ronald Reagan, les Etats ne sont plus le problème, ils sont la solution. Ils revendiquent en conséquence de participer à la construction d'un nouvel ordre économique et financier, voire industriel, alors qu'ils s'étaient exclus ou avaient été exclus de l'ordre ancien.

Dans ce cadre, l'ère néo-libérale est présumée achevée. L'économie est une matière trop sérieuse pour être laissée aux économistes ou aux financiers, disqualifiés pour « n'avoir rien vu venir ». La période est au volontarisme, à la bascule des pouvoirs, à la réécriture des règles destinées à remplacer celles qui n'ont pu signaler et traiter la crise avant que les Etats n'aient dû s'en charger. Le changement d'époque est très ambigu, car ce seront des gouvernements de droite ou de centre gauche (ceux qui ont bénéficié de la meilleure crédibilité en période de crise et ont donc gagné les élections récentes) qui porteront les réformes de re-régulation, alors que la gauche traditionnelle n'a pu nulle part, à ce jour, proposer des alternatives convaincantes.

Le débat est donc désormais ouvert sur l'avenir du capitalisme, mais, pendant ce temps, l'économie a continué sa course. Et il est désormais clair que le monde a échappé à une réplique de la crise de 1929. Pour autant l'avenir n'est pas écrit et dépendra de la qualité de l'intelligence collective des dirigeants du Monde occidental et, fait

---

1. *La Mondialisation. Emergence et fragmentations*, Pierre-Noël Giraud, éditions Sciences humaines, 2008.

nouveau, de l'Orient. Cette crise donne donc à penser, et nous souhaiterions articuler notre réflexion autour de trois idées : premièrement, sur l'essentiel, il existe un consensus sur la gestion de la crise et la vision de l'après-crise. Deuxièmement, ce consensus risque de se heurter à une mise en œuvre difficile, car il sera confronté aux exigences contradictoires des Etats et à la nécessité de traiter les grands déséquilibres économiques mondiaux. Troisièmement, le capitalisme trouvera après la crise un nouvel équilibre qui devra plus aux rapports de force qu'à une « refondation » de ses principes.

#### UN CONSENSUS SUR LA GESTION DE LA CRISE ET LA VISION DE L'APRÈS-CRISE

Le traitement de la crise a fait l'objet d'un consensus intellectuel des dirigeants politiques, des régulateurs et de la très grande majorité des institutions financières. Ce résultat, qui n'était pas nécessairement le plus probable, a été cristallisé par les déclarations du G20 en avril 2009 à Londres<sup>2</sup>. Elles ne seront pas sans lendemain.

#### UNITÉ DANS LA LUTTE CONTRE LA SPIRALE DÉFLATIONNISTE

Il s'est d'abord agi de prévenir un désastre économique et une répétition des mécanismes circulaires ayant soutenu le développement de la crise de 1929<sup>3</sup> : faillite en chaîne des banques, liquidation des actifs, enclenchement du cycle déflationniste, déséquilibres des comptes des entreprises, faillites, chômage de masse, protectionnisme, dévaluations compétitives.

#### *Les gouvernements garantissent le système financier et soutiennent l'économie*

Après la faillite de Lehman Brothers, les gouvernements ont engagé des politiques visant à prévenir l'effondrement du système financier et à soutenir l'activité économique. Du point de vue du seul soutien au secteur financier, et à ses banques structurantes, leur action n'a pas de précédent, tant en ce qui concerne l'ampleur des mesures de soutien (respectivement 73 %, 47 % et 19 % du PIB aux

---

2. Declaration of strengthening of the financial system, G20, 2 avril 2009.

3. *The debt-deflation theory of great depressions*, Irving Fischer, 1933.

Etats-Unis, au Royaume-Uni et en France<sup>4</sup>) qu'en matière de diversité des leviers actionnés (injection de capital, prêts, achat d'actifs, garanties d'Etat<sup>5</sup>).

L'économie « non financière » a été soutenue par des plans de relance importants, correspondant à des projets identifiés et de maturités variées (infrastructure, financement de collectivités locales, « primes à la casse », nationalisation de certains actifs, etc.) et par les « stabilisateurs automatiques », quasi inexistantes en 1929, qui ont assuré des soutiens significatifs aux personnes immédiatement affectées par la crise économique.

Ce processus n'a pas été linéaire. Il a connu des avancées et des reculs, notamment aux Etats-Unis. La prise de conscience des Etats a été plus ou moins rapide, certains sous-estimant de prime abord les effets d'une crise considérée comme principalement « américaine » et devant donc être d'abord traitée outre-Atlantique. Les interventions sont diverses, en modalité, en ampleur, en choix des secteurs à protéger. Elles n'éliminent pas l'embarquement de « passagers clandestins », ces pays ne consentant qu'à des efforts minimaux, mais bénéficiant des dépenses engagées par leurs voisins par le biais du commerce international.

Que ces mesures n'aient pas été concertées ni conçues dans un but coopératif est, en première analyse, sans importance et, d'une certaine façon, rassurant quant à l'intelligence collective des pays en première ligne face aux périls. Leur analyse a été identique, la détermination des gouvernements clairement exprimée et parfaitement comprise par les agents économiques. Ce résultat n'était pas acquis, car au sein d'un monde capitaliste partageant certes des bases idéologiques communes, cohabitent en réalité des capitalismes répondant à des structures de la propriété, des conceptions du privé et du public, des normes, des civilisations très différentes. Au total, cette crise est une récession sévère, plus longue que ses devancières, mais dont l'horizon de sortie paraît visible. Il ne s'agit pas de la catastrophe économique sans précédent annoncée.

---

4. The State of Public Finances : Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis, FMI, 6 mars 2009.

5. Discours de Ben Bernanke à la London School of Economics, 13 janvier 2009 (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>).

*Les banques centrales assurent la liquidité du système financier et contribuent à la recapitalisation des banques*

Ce résultat n'aurait pu être atteint sans l'action cette fois concertée, et elle aussi sans précédent, des banques centrales. Elle a été initiée un an *avant* la faillite de Lehman Brothers, dans une période de relative insouciance de l'économie dite réelle, mais alors que le secteur financier était déjà menacé par des pertes (sans doute supportables) sur l'immobilier résidentiel américain (les *sub-primes*), l'illiquidité d'une part croissante d'actifs à long terme financés par des dettes à court terme et la réticence extrême des banques internationales à se reconnaître entre elles comme des contreparties dignes de confiance. Les banques centrales ont d'abord assumé le rôle de tiers de confiance dans le système inter-bancaire, en concentrant une proportion considérable des flux. Elles se sont ensuite engagées dans des politiques sans précédent d'assouplissement quantitatif<sup>6</sup>, associant à la mesure traditionnelle de baisse de leurs taux directeurs le refinancement de titres risqués ou le rachat de titres d'Etat à des niveaux extraordinairement élevés (le total des actifs au bilan de la FED s'élevait à 2027 milliards de dollars en juin 2009 contre 894 milliards de dollars en juin 2008<sup>7</sup>). La baisse des taux procure enfin de très importantes marges de transformation aux banques, qui réalisent des profits et confortent leurs fonds propres. Elles sont ainsi mises en situation de mieux résister aux effets de second tour de la crise.

UN ACCORD INTELLECTUEL SUR LES PISTES D'AMÉLIORATION DU SYSTÈME

*Améliorer le système, ne pas le changer*

Il est d'abord important de noter que cette crise violente ne conduit pas les gouvernements, ni les peuples, à souhaiter changer de système. Des esprits éminents<sup>8</sup> ont beau considérer que la faillite

---

6. « Assessing quantitative easing : Muzzled », *The Economist*, 13 août 2009.

7. Federal Reserve Statistical Release (<http://www.federalreserve.gov/releases/h41/>), 26 juin 2008 et 25 juin 2009.

8. Joseph Stiglitz ([http://www.huffingtonpost.com/nathan-gardels/stiglitz-the-fall-of-wall\\_b\\_126911.html](http://www.huffingtonpost.com/nathan-gardels/stiglitz-the-fall-of-wall_b_126911.html)), François Ewald (<http://www.lesechos.fr/pme/temoignages/4817733-le-plus-difficile-est-a-venir.htm>).

de Lehman marque une rupture historique aussi considérable que la chute du mur de Berlin, aucun gouvernement, aucun parti dit de gouvernement, n'a ébauché de proposition visant à abandonner le capitalisme de la même façon que le Bloc soviétique a rompu avec le socialisme. L'économie de marché demeure le référentiel de base, ainsi que la propriété privée des moyens de financement et de production. La finance de marché est assaillie de toutes parts, le principe de libre concurrence est parfois dénoncé, mais le marché continue de dominer la bataille des idées, faute de challenger crédible dans le monde réel, même lorsque son intrusion dans des domaines non « marchandisés » est refusée.

Il s'agit donc d'améliorer le système, en concentrant la réflexion sur la régulation, et en particulier la régulation des marchés financiers, puisqu'il est entendu que ces derniers sont responsables de la crise.

#### *Les analyses convergentes des politiques et des régulateurs*

Les autorités politiques du Monde occidental ont ainsi lancé des travaux sur la régulation et la supervision du système financier. En contrepoint des déclarations du G20, ils se sont traduits par la publication depuis six mois de documents de référence et, aux Etats-Unis et dans l'UE, de l'initiation de travaux législatifs et réglementaires<sup>9</sup>.

Il s'agit d'adopter une approche couvrant la globalité de l'espace des marchés, de renforcer la réglementation des acteurs, de protéger les consommateurs, de renforcer les moyens d'action des Etats et les outils de la coopération internationale.

---

9. Financial Crisis : regulation & supervision, House of Commons Treasury Committee, 31 juillet 2009.

[http://www.parliament.uk/parliamentary\\_committees/treasury\\_committee.cfm](http://www.parliament.uk/parliamentary_committees/treasury_committee.cfm)

Financial reform : A framework for financial stability, Groupe des 30, 15 janvier 2009.

[http://www.group30.org/pubs/pub\\_1460.htm](http://www.group30.org/pubs/pub_1460.htm)

Rapport de Larosière, Union européenne, 25 février 2009, URL.

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/committees/#delarosierereport](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/#delarosierereport)

Financial Regulatory Reform : Rebuilding Financial Supervision and Regulation, US Department of Treasury, 25 février 2009.

[http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport\\_web.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf)



Plus concrètement, il est notamment décidé, ou recommandé, de :

- mettre en place une supervision macro-prudentielle visant à prévenir les risques systémiques et à introduire une intelligence collective corrigeant les imperfections des marchés et les désordres nés de l'addition de risques pourtant apparemment bien gérés à l'échelon individuel ;
- améliorer la gestion prudentielle de chaque banque, notamment en matière d'adéquation de capital ;
- renforcer l'arsenal de régulation en luttant contre les lacunes et les ambiguïtés du dispositif actuel ;
- traiter la question de l'aléa moral et des banques *too big to fail* ;
- sécuriser le système bancaire parallèle (*shadow banking system*) en encadrant plus strictement la titrisation, les *hedge funds* et autres sources privées de capital ;
- réglementer plus étroitement les produits dérivés OTC (c'est-à-dire les produits non standardisés et/ou non gérés par une chambre de compensation), en particulier les CDS ;
- contrer les mécaniques procycliques, en particulier en ce qui concerne les normes comptables ;
- encadrer les agences de notation et la rémunération des banquiers, en tout cas de ceux, parmi eux, qui peuvent créer des chocs systémiques.

La discussion de l'ensemble de ces champs de régulation dépasse de beaucoup les ambitions de cet article. Notons simplement que s'ils ne sont pas pondérés de façon identique par chaque région, ou chaque pays au sein de l'UE, ils constituent des préoccupations communes à l'ensemble des analyses sur la régulation. Il est donc naturel de les trouver dans les documents produits à l'issue du G20 de Londres, en avril 2009.

#### UN ACCORD INCOMPLET ET IMPARFAIT

L'action des autorités publiques est souvent critiquée, car elle n'aurait donné lieu à aucune mesure concrète. Certains opposent l'action déterminée du président Roosevelt, la mise au pas de Wall Street grâce à un arsenal législatif puissant, à la procrastination des gouvernements actuels. Rappelons cependant que la crise

de 1929 a éclaté en... 1929. Roosevelt a commencé son mandat en 1933. La réglementation financière a été modifiée de 1933 à 1935<sup>10</sup>. Keynes a publié sa *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* en 1936. L'application de politiques keynésiennes a finalement été assez limitée au regard des efforts actuellement consentis.

La mise en place du programme annoncé par le G20 s'effectue au rythme des démocraties et de l'évolution de la situation économique. Il est vain de s'en émouvoir. Nos réserves ressortent d'un autre ordre de préoccupations.

Nous pensons que le consensus demeure cependant imparfait pour deux raisons principales : d'abord parce que la mise en application de dispositions régionales, même semblables, ne peut embrasser la complexité d'un univers financier simultanément a-national et soumis aux demandes pressantes d'autorités nationales. Ensuite, et surtout, parce que les désordres nés en 2008 ont d'abord été créés par des déséquilibres macro-économiques mondiaux (les *global imbalances* de la vulgate économique).

UNE RÉGULATION À L'ÉPREUVE DES ÉGOÏSMES NATIONAUX  
ET DES IMPÉRATIFS DE CROISSANCE

Il n'est pas exact d'analyser la crise comme la mise en évidence d'une absence de régulation. Le secteur financier est un des secteurs les plus régulés, et pour une bonne raison. Mais la régulation en place a pu être hétérogène (dense réglementation bancaire mais *vacuum* sur les courtiers immobiliers), de qualité insuffisante (normes comptables), incohérente (régulation par les statuts et non par la nature des activités)<sup>11</sup>, arbitrée (choix du régulateur par les assujettis eux-mêmes), mal appliquée (hors bilan des banques).

Cela résulte sans doute de l'existence d'une architecture inadaptée à la mondialisation, mais aussi de contraintes lourdes qui demeurent présentes. La mise en place de tout projet de régula-

---

10. Emergency Banking Act (1933), Executive Order 6102 (1933), Glass-Steagal Act (1933), Securities Act (1933), Securities Exchange Act (1934), Banking Act (1935).

11. « AIG Crisis Restarts Debate Over State vs. Federal Insurance Regulation », *Insurance Journal*, 17 septembre 2008, <http://www.insurancejournal.com/news/national/2008/09/17/93798.htm>

tion se heurtera ainsi à trois défis principaux : la souveraineté des Etats, la concurrence entre places financières, la préférence pour la croissance.

#### *Souveraineté*

On a vu que les gouvernements des grands pays ont su trouver des solutions de soutien au système financier international. Tel n'était cependant pas l'objectif unique de ces solutions. Les gouvernements ont aussi pensé à renforcer et, le cas échéant, à sauver leurs banques, tant il est vrai que la localisation des centres de décision en matière financière peut être assimilée à un véritable attribut de souveraineté. La sécurité des dépôts de dizaines de millions d'individus, la capacité d'influer sur la distribution du crédit et en conséquence sur la vigueur de l'activité économique sont des sujets politiques majeurs. Même s'il est clair, et accepté, que toute politique de supervision doit être mondiale, ce concept porte en lui-même des abandons ou des délégations de souveraineté qui seront très difficiles à accepter (cf. par exemple, selon certains observateurs<sup>12</sup>, les réticences possibles des Britanniques, non membres de la zone Euro, à accepter que la présidence du ESRB — *European Systemic Risk Board*, organisme devant être dédié à la supervision macro-prudentielle au sein de l'UE — soit assurée par le président de la BCE).

#### *Concurrence économique*

L'activité financière est une activité à forte valeur ajoutée, ainsi qu'une source d'emplois nombreux et hautement qualifiés, et pas seulement à New York et à Londres. Elle donne lieu à la création d'assiettes fiscales et sociales appréciées. Il s'agit ici pour les Etats de renforcer l'attractivité des territoires plus que la santé des banques nationales, comme le montre très clairement la City de Londres. Evidemment, on pourrait espérer que la mise en place de réglementations homogènes et cohérentes, voire même d'une réglementation unique et mondiale, « neutralise » la géographie en termes d'implantation des activités. Ce ne sera pas le cas pour des raisons qui tiennent au désir des régulateurs et des Etats de contrôler les infrastructures de marché (cf. manœuvres en cours sur la chambre de compensation des CDS), au degré de « patriotisme éco-

---

12. <http://news.bbc.co.uk/1/hi/world/europe/8106300.stm>

nomique » en place, à l'interférence des gouvernements pour favoriser la localisation des activités les plus structurantes et les plus productives, et à la propension des régulateurs nationaux à encourager ou restreindre l'innovation. La réglementation financière ne peut être isolée de l'ensemble des autres normes (fiscales, sociales, commerciales, diplomatiques) qui régissent l'économie d'un pays ou d'une région économique. Ces normes reflètent des consensus sociaux et des priorités différentes, et cette diversité a eu et aura des conséquences en matière de réglementation financière.

#### *Préférence pour la croissance*

Il est entendu « qu'on ne tombe pas amoureux d'un taux de croissance ». Cela étant, les gouvernements qui gèrent des économies en récession ne sont généralement pas reconduits lors des élections. La croissance donne une chance de répartir les revenus et de corriger les déséquilibres de la société au moindre coût social. La croissance est financée par l'intermédiation bancaire (les prêts) et la désintermédiation (mise en relation directe entre employeurs de capitaux et épargnants). Le *shadow banking system* a joué un rôle important dans ce financement, pas seulement dans l'immobilier, notamment par le biais de la titrisation<sup>13</sup>. L'intermédiation pourrait être réduite par l'exigence de ratios prudentiels plus élevés, la désintermédiation par la nécessité de mobiliser du capital lors de chaque transaction ou par des restrictions sur la liberté de mouvement des capitaux. Il n'est pas certain que les autorités politiques fassent dans quelques années le choix d'arbitrer pour une meilleure sécurité au prix d'une croissance plus faible. Ce n'est en tout cas pas le choix qu'elles ont opéré dans le passé, depuis dix ans, en ne cherchant pas à s'opposer à la très forte hausse de l'immobilier.

#### *LA THÉMATIQUE DE LA RÉGULATION NE REND PAS COMPTE DES CAUSES MACRO-ÉCONOMIQUES DE LA CRISE*

Toutes les causes de la crise ne sont pas égales devant le Tribunal de l'opinion. Trois séries de sujets peuvent être distinguées à cet égard.

---

13. Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System, Timothy F. Geithner, 9 juin 2008, <http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2008/tfg080609.html>

Le débat public se concentre sur les paradis fiscaux et les rémunérations des banquiers et autres « traders ». La première question, comme les *hedge funds*, est étrangère à la crise de 2008. Les rémunérations des opérateurs de marché (et surtout des dirigeants des banques) posent la question des incitations à la prise de risques « asymétriques », pour ce qui concerne leur lien direct avec la crise. La question de leur niveau et de leur légitimité sociale ou économique est tout autre et gagnerait à être traitée dans un débat plus analytique et moins confus que celui qui prévaut actuellement.

Les questions de régulation évoquées supra n'intéressent pas le grand public, mais sont activement traitées par les législateurs et les régulateurs. Elles sont l'objet de débats ouverts à ceux qui s'y intéressent, essentiellement les producteurs de normes et les professionnels des marchés.

Les sources macro-économiques de la crise ne sont pas, de leur côté, discutées fréquemment en Europe, peut-être parce qu'elles intéressent en premier lieu le couple Chine/Etats-Unis. Marc de Scitiaux en donne une explication simple et éclairante<sup>14</sup>. Depuis 2003 (en coïncidence avec la relance Greenspan), les excédents commerciaux de la Chine et des Etats pétroliers ont cru dans des proportions considérables (de 36 à 367 milliards de dollars pour la Chine, de 47 à 155 milliards de dollars pour l'Arabie saoudite<sup>15</sup>). Ces liquidités sont concentrées dans un petit nombre de mains et peinent à s'employer, localement, faute de projets ou de systèmes financiers adéquats. Elles ont été investies dans le marché le plus sûr et le plus liquide du monde, les obligations d'Etat américaines.

Ces achats ont créé une pression baissière sur les taux d'intérêt longs, y compris dans la période où la FED relevait fortement les taux courts (c'est le « *conundrum* » ou l'énigme d'Alan Greenspan). Le crédit facile a favorisé l'achat d'actifs immobiliers (et aussi d'entreprises), dont les créances sous-jacentes ont été massivement titrisées.

Dans le même temps, les gérants d'actifs, fonds de pension, compagnies d'assurances modifiaient leur allocation d'actifs en

---

14. *Le père de famille, le trader et l'expert*, Marc de Scitiaux, Larousse, 2009.

15. Selon la Banque mondiale.

faveur des obligations<sup>16</sup>. Ils ont trouvé avantage, comme certaines banques, à acquérir des titres assis sur des créances (CDOs par exemple), notés AAA par les agences de notation, et offrant des rendements supérieurs aux obligations d'Etat en contrepartie d'un risque perçu comme équivalent.

Cet enchaînement de facteurs a offert la possibilité de la mise en place du cycle infernal : hausse des défauts des créances *sub-prime*, baisse de l'immobilier, baisse ou inexistence de valorisation des créances, provision sur dépréciation, pertes, insuffisance en capital, *credit crunch*, récession, hausse des défauts, etc.

Il n'est ici pas question de nier la nécessité de réformer la régulation et d'attribuer aux exportations déséquilibrées de la Chine la responsabilité entière de la crise. Il est cependant clair que ce déséquilibre doit être corrigé (et cela prendra du temps car la consommation chinoise est gagée sur la création d'un véritable système de protection sociale) sous peine de créer les conditions d'une prochaine bulle du crédit.

UN NOUVEL ÉQUILIBRE DE LA MONDIALISATION,  
D'ABORD FONDÉ SUR DES RAPPORTS DE FORCE

*SAUVER LES PRINCIPES ESSENTIELS DU SYSTÈME CAPITALISTE*

L'économie mondiale sortira de la crise actuelle. Elle a été fondée depuis trente ans sur des principes de mondialisation (libre circulation des capitaux, des services et des marchandises), de concurrence étendue, de montée en puissance des investisseurs institutionnels. Ces principes sont confirmés. Les Occidentaux et la Chine communiste ont travaillé ensemble pour « sauver le monde » en général, et le capitalisme en particulier. Ce résultat n'allait pas de soi. La crise de 1929 s'est développée de façon catastrophique en raison de la volonté assumée des Etats de ne pas coopérer. La crise de 2008 est la première crise de l'économie mondialisée. Elle a ainsi signalé que le système devait réformer ses infrastructures pour tenir compte des déséquilibres mondiaux et de l'impact financier déterminant des pays émergents dans le placement de la dette des

---

16. Par exemple Mercer European asset allocation survey, 4 avril 2008.

Etats-Unis (au 30 juin 2008, la Chine détenait 522 milliards de dollars de bons du Trésor à long terme américains, à comparer aux 568 milliards de dollars détenus par le Japon<sup>17</sup>).

*Un consensus pour sauver la mondialisation*

Le rejet du protectionnisme<sup>18</sup> est une constante des déclarations des grands pays lors des réunions internationales majeures tenues depuis le début de la crise. Un tel front uni demandera à être validé si la crise économique crée des tensions sociales insupportables. Bien sûr, des exceptions<sup>19</sup> significatives ternissent quelque peu l'éclat de cette position. Il n'en est pas moins important qu'elle ait été exprimée de façon extrêmement vigoureuse. Les intérêts défavorables à la mondialisation ne sont en effet pas assez puissants pour inverser le paradigme. Les pays émergents en ont été les premiers bénéficiaires, depuis trente ans. La mondialisation soumet les travailleurs des pays développés à une rude concurrence, mais les perdants ne sont pas suffisamment nombreux en l'état pour influencer sur la politique menée par leurs gouvernements.

*Un consensus pour sauver la sphère financière et mieux la superviser*

Contrairement à une idée largement acceptée en France, le secteur de la finance ne vit pas par lui-même et pour lui-même. Si tel était le cas, il aurait d'ailleurs sombré dans l'indifférence générale. Le secteur financier... finance l'ensemble de l'économie. Comme nous l'avons évoqué *supra*, les autorités politiques et monétaires ont collaboré pour sauver le système de financement de l'économie capitaliste, et donc les grandes banques mondiales, à l'exception notable et pédagogique de Lehman Brothers. Ce sauvetage est réalisé au prix d'un projet de régulation dont les contours, dépeints

---

17. Report on Foreign Portfolio Holdings of US Securities, Federal Reserve Bank of New York, avril 2009.

18. The Global Plan for Recovery and Reform, G20, 2 avril 2009, [http://www.g20.org/pub\\_communiqes.aspx](http://www.g20.org/pub_communiqes.aspx)  
Responsible Leadership for a Sustainable Future, G8, 8 juillet 2009, [http://www.g8italia2009.it/G8/Home/Summit/G8-G8\\_Layout\\_locale-1199882116809\\_Atti.htm](http://www.g8italia2009.it/G8/Home/Summit/G8-G8_Layout_locale-1199882116809_Atti.htm)

19. House approves "Buy America" steel measure, Reuters, 29 janvier 2009, <http://uk.reuters.com/article/iduktre50s02z20090129>

dans notre première partie, visent à réformer le secteur selon des « principes de transparence, de solidité bancaire, de responsabilité, d'intégrité, de gouvernance mondiale<sup>20</sup> ».

*Un consensus pour sauvegarder la propriété privée des entreprises*

Les développements de la crise sont souvent analysés comme le retour des Etats dans le jeu économique. Cela est incontestable dans la mesure où les gouvernements se sont mis en ordre de bataille pour fixer les règles du jeu, éliminer ce qu'ils considèrent comme les trous noirs de la finance, sauver des entreprises défailtantes. Pourtant, lorsqu'elles surviennent, les nationalisations demeurent une solution de dernier recours, présentée comme temporaire. Lorsque l'Etat détient une part minoritaire du capital, il n'exprime pas le souhait de siéger au conseil d'administration. Il n'est nulle part question de donner un signal de retour de l'Etat entrepreneur.

*LE JEU DES RAPPORTS DE FORCE CONTINUE, « COMME AVANT »*

Un consensus sur le monde futur ne garantit évidemment pas le retour du *statu quo ante*. Les rapports de force géopolitiques, les firmes, la démographie, l'épargne mondiale sont des vecteurs qui contribueront à la définition du prochain équilibre de la mondialisation et du système financier sous-jacent.

*La monnaie est un élément du rapport de force*

Les monnaies ont joué un rôle structurant dans le développement de la crise. La politique de change de la Chine est un des facteurs de son excédent commercial. Le statut de monnaie de réserve prédominante du dollar, le « privilège » du dollar, confère aux Etats-Unis des marges de manœuvre qui semblent toutefois désormais moins bien acceptées. Il n'y a certes pas d'alternative crédible en la matière et le précédent passage de témoin, de la livre au dollar, s'est effectué au cours de plusieurs décennies. Cependant, cette scène semble animée de discours nouveaux. La Chine détient 65 % des réserves mondiales en dollars. Le gouverneur de la Banque centrale

---

20. Sommet des membres européens du G8, 4 octobre 2008, [http://www.elysee.fr/download/?mode=press&filename=4.10\\_Sommet\\_version\\_francaise\\_2\\_.pdf](http://www.elysee.fr/download/?mode=press&filename=4.10_Sommet_version_francaise_2_.pdf)



chinoise a proposé en mars dernier de remplacer le dollar par les Droits de tirage spéciaux émis par le FMI<sup>21</sup>, idée qui semble avoir recueilli un certain écho en Russie, au Brésil et en Inde. Parallèlement, la Chine a entrepris une politique d'investissements en actifs industriels et miniers. Ces mouvements sont marginaux en comparaison des enjeux. Il n'en demeure pas moins que le couple sino-américain est en recherche d'un partenariat plus satisfaisant, dans lequel les deux associés acceptent l'idée que la consommation et l'épargne doivent être rééquilibrées.

*L'exigence du développement durable crée des tensions économiques*

La protection de la planète est un enjeu écologique fondé d'abord sur des arbitrages économiques. Le modèle passé de développement occidental ne peut être étendu aux populations émergentes. Les ressources rares n'y pourvoiront pas et les rejets de gaz carbonique afférents sont insupportables. Les pays émergents ne veulent pas renoncer par anticipation aux bienfaits matériels et sociaux du développement. Les populations des pays développés sont réticentes à modifier leur mode de vie. Un accord sur un équilibre écologique mondial, s'il a lieu, aura des conséquences sur la croissance, les stocks d'épargne, le mode de gouvernance des économies.

*QUID DE LA « REFONDATION » DU CAPITALISME ?*

Les développements précédents, fondés sur des considérations de régulation et de développement économique, supportent, de fait, l'idée que le capitalisme peut trouver le chemin de sa prochaine mue sans s'interroger sur ses caractéristiques propres. Il est une force qui va, qui requiert périodiquement l'intervention du politique, mais qui serait essentiellement définie comme un système mécanique. L'analyse de la crise a pourtant donné lieu à nombre de critiques exprimant la nécessité d'un changement radical de paradigme. Au banc des accusés figurent : les banques détournées de leur vrai métier, le financement de l'économie (la finance « ennuyeuse ») par la fascination de la spéculation ; la tyrannie d'actionnaires essentiellement préoccupés par le court terme ; la capture

---

21. China takes Aim at Dollar, The Wall Street Journal, 4 mars 2009, <http://online.wsj.com/article/SB123780272456212885.html>

de la régulation par des intérêts privés ; les paradis fiscaux ; le *shadow banking system* ; les normes comptables pro-cycliques ; les rémunérations incitatives à la prise de risques asymétriques.

Nous ne souhaitons pas entrer ici dans une analyse détaillée de ces questions très complexes. Nous voudrions simplement faire valoir qu'elles sont, ou seront, traitées techniquement par les réformes règlementaires en cours, par l'approfondissement de travaux académiques (notamment en ce qui concerne le rapport entre l'actionnaire et l'entreprise) et enfin par le jeu normal de la démocratie, qui fixera les frontières entre gouvernances publiques et privées. Tous ces sujets ne nous paraissent pas caractéristiques d'un changement profond de paradigme. Sauf s'il s'agit d'instiller de la morale dans le fonctionnement du capitalisme...

La crise donne des exemples multiples d'injustices mal ressenties par le public : rémunérations excessives, licenciements causés par une crise venue d'ailleurs. Si l'on considère que le capitalisme est un « bon » système, il est en effet tentant d'attribuer à un défaut de morale la réalisation de ces troubles et de tenter d'améliorer les valeurs qui le sous-tendent...

Avec André Comte-Sponville<sup>22</sup>, nous estimons cependant que le capitalisme n'a pas besoin de sens pour fonctionner. Il est amoral. Il ne peut se limiter par lui-même. Sa fonction est de produire des richesses au moindre coût social et, depuis peu, écologique. Certes, l'organisation du système économique n'est pas neutre sur les questions de solidarité, de justice, de contrat social. Le corps social exprime des attentes à cet égard, mais seul le politique peut y répondre par l'élaboration de normes de droit stables, systémiques et cohérentes, comprises et compatibles avec les exigences morales que la société s'assigne.

L'exigence morale, portée par les individus, doit contrôler l'ordre juridique. Son incursion directe dans le champ économique n'a, historiquement, pas laissé d'excellents souvenirs.

Alfred GALICHON, Philippe TIBI  
Professeurs chargés de cours à l'Ecole Polytechnique  
P. Tibi, Président d'UBS en France, Président de l'Association  
française des Marchés financiers (AMAFI)

---

22. André Comte-Sponville, *Le capitalisme est-il moral ?*, Albin Michel, 2004, 2009.